

أثر دوافع التزود على سياسة التوزيعات في تداول السعودية The impact of catering incentives on the dividend policy In the Saudi stock Exchange

د / محمود فتحي شلقامي
أستاذ مساعد بقسم إدارة الأعمال
أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

ملخص الدراسة: تشير نظرية التزود الي ان الشركة تقرر دفع التوزيعات لتلبية طلب المستثمرين المرتبط بمكافأة التوزيعات التي تؤدي إلى هذا الطلب، وتمتنع عن دفع التوزيعات في حالة عدم وجود طلب، وقد ركزت هذه الدراسة على تأثير دوافع التزود على سياسة التوزيعات في تداول السعودية بالفترة (٢٠١٤ – ٢٠٢٣)، وذلك من خلال التحقق من تأثير دوافع التزود على سياسة التوزيعات. وكذلك التحقق من تأثير دوافع التزود على تغير التوزيعات، وقد توصلت نتائج الدراسة الي وجود توزيعات التزود كعامل هام لسياسة التوزيعات في السعودية، وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين دوافع التزود والتي تم التعبير عنها بمتغير مكافأة التوزيعات على سياسة التوزيعات والتي تم التعبير عنها بمتغير نسبة توزيع الأرباح في المملكة العربية السعودية، كما توصلت الدراسة الي ان نظرية التزود تلعب دوراً مهماً في التأثير على قرار المديرين بتغيير التوزيعات، حيث أظهرت النتائج ان هناك علاقة ذات دلالة معنوية ايجابية بين مكافأة التوزيعات والزيادة في التوزيعات، وعلاقة ذات دلالة معنوية سالبة بين مكافأة التوزيعات والنقص في التوزيعات..

الكلمات المفتاحية: نظرية التزود، دوافع التزود، سياسة التوزيعات، تداول السعودية.

Abstract: The catering theory indicates that the company decides to pay dividends to meet the investors' demand associated with the dividend premium that leads to this demand, and refrains from paying dividends in the absence of demand. This study

focused on the impact of catering incentives on the dividend policy in the Saudi stock Exchange during the period (2014-2023), by verifying the impact of catering incentives on the dividend policy. As well as verifying the impact of catering incentives on the change in dividends. The results of the study concluded that the catering dividends are an important factor in the dividend policy in Saudi Arabia, and that there is a significant relationship between catering incentives, on the dividend policy, in the Kingdom of Saudi Arabia. The study also concluded that the catering theory plays an important role in influencing managers' decision to change dividends, as the results showed that there is a significant positive relationship between the dividend premium and the increase in dividends, and a significant negative relationship between the dividend premium and the decrease in dividends.

Keywords: catering theory, catering Incentives, dividend policy, Saudi stock Exchange.

١. المقدمة:

إن اتخاذ قرارات سياسة التوزيعات تعدّ أحد أكثر القضايا أهمية وتحديًا للمديرين (Baker & Weigand, 2015, Bhattacharyya, 2007)، حيث تعد سياسة التوزيعات واحدة من أهم القرارات المالية للشركات، لذلك فقد جذبت المزيد من اهتمام الباحثين (Booth et al., 2023)، حيث يعد تحليل سياسة التوزيعات محورًا أساسيًا يتم التعرف عليه ودراسته على نطاق واسع (Momany et al., 2024). وعلى الرغم من التواجد المتزايد للتحليل النظري والتجريبي لتفسير

التوزيعات الا انها تظل من أكثر الألباز الشائكة في مجال تمويل الشركات، فقد خلص بلاك (Black, 1976) إلى أنه "كلما نظرنا إلى صورة التوزيعات بتعمق، كلما بدت وكأنها لغز، مع قطع لا تتناسب مع بعضها البعض". حيث انه لا تزال الدوافع وراء سياسة التوزيعات غير مفهومة جيداً (Brav et al., 2005, Franc-Dbrowska , 2021, Barros et al., 2021, & Mađra-Sawicka).

وقد اقترح ميلر ومودجلياني (Miller & Modigliani, 1961) انه في ظل كفاءة سوق رأس المال فان سياسة التوزيعات لا علاقة لها بقيمة الأسهم، لذلك لن يبالي المستثمرون بعائدات التوزيعات ومكاسب رأس المال، ومع ذلك في الواقع العملي ومع الاحتكاكات frictions مثل تكاليف المعاملات والضرائب وتكاليف إشارات المعلومات، قد تكون سياسة التوزيعات ذات صلة، لذلك فقد يوجد تأثير على العملاء بحيث يكون لدى المستثمرين تفضيلاتهم تجاه نوع معين من سياسة التوزيعات (Wang et al., 2016)، بمعنى انه يمكن القول إن سياسة التوزيعات مهمة وأن عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة والضرائب وتفضيل المستثمرين لأرباح الأسهم تؤثر على سياسة التوزيعات (Takmaz et al., 2021). ويوضح لينتير (Lintner, 1956) أن سياسة التوزيعات هي قرار رئيسي يتخذه مديرو الشركات، حيث كشفت دراسته الاستقصائية عن اعتقاد المديرين بأن المساهمين يفضلون مدفوعات أرباح مستقرة وأن أسعار السوق تتفاعل مع التغيرات في معدلات التوزيعات. لذلك يحدد المديرين مستويات التوزيعات للحفاظ على استقرار زيادات الأرباح، ويزيدون الأرباح تدريجيًا نحو نسبة توزيع مستهدفة عندما تزيد الأرباح.

دعم بيكر وآخرون Baker et al (1980) وجهة نظر لينتير (Lintner, 1956) من خلال الإقرار باعتقاد المديرين بأن سياسة التوزيعات تؤثر على أسعار الأسهم، وهو ما لا يدعم فرضية ميلر ومودجلياني (Miller & Modigliani, 1961)، كما كشفت الدراسات اللاحقة في أدبيات سياسة التوزيعات عن أدلة على أن مديري الشركات والمستثمرين يأخذون سياسة التوزيعات في الاعتبار عند اتخاذ القرارات. حيث أوضح فلما وفرينش (Fama & French, 2001). أن أرباح الأسهم تتناقص في العصر الحديث

حتى بعد التحكم في خصائص الشركة، مثل الحجم والربحية وفرص النمو، وذلك من خلال تحليل سلوك التوزيعات للشركات الأمريكية للفترة بين عامي ١٩٢٦ و ١٩٩٩. ويذكر أن الانتشار في عدد الشركات الصغيرة في هذه الفترة قد يكون تفسيراً محتملاً لهذه الظاهرة لأن الشركات الصغيرة لديها ربحية منخفضة وفرصة نمو عالية (Fama & French, 2001). وقد أطلق هوبيرج وبرابها (Hoberg & Prabhala, 2008) على هذه الظاهرة لاحقاً اسم لغز اختفاء أرباح الأسهم.

وفي ظل الاهتمام المستمر بتحليل سلوك دفع التوزيعات للشركات، فقد تم تفسير سلوك دفع التوزيعات الي نظرية الوكالة، حيث أوضح جينسن (Jensen, 1986) أن مدفوعات الأرباح يمكن أن تساعد في التغلب على قضايا الوكالة من خلال تقليل مشكلة الإفراط في الاستثمار، بالإضافة الي ذلك فقد توصل نيسيم وزيف (Nissim & Ziv, 2001) أن التغيير في التوزيعات يتنبأ بمستوى الأرباح المستقبلية، مما يشير إلى أن نظرية الإشارة تفسر سياسة دفع التوزيعات للشركات. في حين فشل العديد من الباحثين (Watts, 1973; Benartzi et al., 1997; Grullon et al., 2002) في العثور على أي دليل أو وجدوا أدلة ضعيفة على أن التغيير في التوزيعات يفسر التغييرات في الأرباح في السنوات التالية. كما أوضح دي أنجيلو وآخرون (DeAngelo et al., 2006) أن دفع التوزيعات يمكن تفسيره من خلال نظرية دورة الحياة، أي أن التوزيعات تُدفع في الغالب من قبل الشركات الناضجة والراسخة.

وتم تقدم تفسير اخر لدفع التوزيعات من بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2004a) وذلك خلال نظرية التزود، والتي اوضحت أن الطلب على التوزيعات يؤثر على تقييم الأسهم التي تدفع أرباحاً، لذلك يحاول المديرون تلبية هذا الطلب على الأسهم التي تدفع التوزيعات من خلال زيادة الأرباح والعكس صحيح، بمعنى أن المديرين سيدفعون التوزيعات عندما يضع المستثمرون أسعار أسهم مرتفعة في الشركات التي تدفع التوزيعات مقارنة بالشركات التي لا تدفع التوزيعات (Baker & Wurgler, 2004a). وقد عبرت نظرية التزود للتوزيعات عن أن سياسة

التوزيعات في الشركة مدفوعة بطلب المستثمرين على مدفوعات التوزيعات، وأن المديرين سيخدمون المستثمرين من خلال دفع التوزيعات عندما تكون مكافأة التوزيعات مرتفعة (Rochmah & Ardianto, 2020).

وقد تمت دراسة توزيعات التزود على مستوي العديد من البلدان فقد قدم وانج وآخرون (Wang et al., 2016)، ادلة تدعم تأثيرات توزيعات التزود على الشركات غير المالية في تاوان. كما اكد لي ولي (Li & Lie, 2006) علي نتائج الدراسة التي أجراها وانج وآخرون (Wang et al., 2016). وكذلك فيريس وآخرون (Ferris et al., 2006)، من خلال الدراسة التي أجريت على الشركات المدرجة في المملكة المتحدة. ومن ناحية أخرى، لم يجد بعض الباحثين (Hoberg & Denis & Osobov, 2008; Prabhala, 2008) أي دليل يدعم نظرية التزود. لذلك سوف تقوم الدراسة الحالية بالتحقق من أثر دوافع التزود على سياسة التوزيعات في تداول السعودية.

٢. مشكلة الدراسة:

تتمثل مشكلة الدراسة فيما يلي:

"التحقق من أثر دوافع التزود على سياسة التوزيعات في تداول السعودية "

ويمكن عرض التساؤلات كالتالي:

١/٢. هل تؤثر دوافع التزود على سياسة التوزيعات؟

٢/٢. هل تؤثر دوافع التزود على تغيير التوزيعات؟

٣. أهمية الدراسة:

١/٣. الأهمية العلمية:

تكتسب دراسة العلاقة بين دوافع التزود على سياسة التوزيعات أهمية كبيرة، وذلك لقلّة الدراسات العربية وكذلك لقلّة الدراسات التطبيقية على مستوي الأسواق العربية، كما تساهم الدراسة الحالية في الأدبيات المالية التي تناقش سياسة التوزيعات

وتحديداً نظرية التزود، كما تساهم الدراسة الحالية في الأدبيات التي تساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات بشأن تحديد مكان الاستثمار في الشركات التي يمكن أن توفر لهم أقصى عوائد.

٢/٣. الأهمية التطبيقية:

تتبع الأهمية التطبيقية من نتائج الدراسة، حيث يمكن لإدارة الشركات أخذ الدراسة الحالية في الاعتبار في صنع القرارات الخاصة بسياسة التوزيعات، حيث يمكن للمديرين التنفيذيين ومجلس الإدارة في الشركة استخدام نتائج الدراسة لتحسين خطط التوزيعات الخاصة بهم، كما ان فهم العواقب المتعددة لتقديم التوزيعات وخاصة مكافأة التوزيعات يمكن أن يساعد المنظمات التي تنظم الأسواق المالية على إنشاء أطر تنظيمية أكثر فعالية.

٤. هدف الدراسة:

اتساقاً مع التساؤلات، فقد تم صياغة هدف الدراسة كالتالي:
"دراسة أثر دوافع التزود على سياسة التوزيعات في تداول السعودية".
ويمكن عرض الأهداف الفرعية كالتالي:

- ١/٤. التحقق من تأثير دوافع التزود على سياسة التوزيعات.
- ٢/٤. التحقق من تأثير دوافع التزود على تغير التوزيعات.

٥. الدراسات السابقة:

قدمت دراسة (Baker & Wurgler, 2004a) نظرية توزيعات أطلق عليها "نظرية التزود للتوزيعات". والتي تنص على أن الشركات تلبية مطالب المستثمرين من خلال دفع التوزيعات عندما يضع المستثمرون سعراً أعلى لسعر السهم على الشركات التي تدفع التوزيعات مقارنة بالشركات التي لا تدفع والعكس صحيح. تقوم الشركة بذلك لتعظيم القيمة السوقية للأسهم. ولقد تم استخدام مكافأة التوزيعات للتعبير عن دوافع التزود، والتي تم قياسها على أنها الفرق في اللوغاريتم بين معدل القيمة

السوقية إلى القيمة الدفترية للشركات التي تدفع التوزيعات وتلك التي لا تدفع التوزيعات، وقد توصلت الدراسة الي أن القرارات الإدارية بدفع التوزيعات مدفوعة بطلب المستثمرين. وقد توصلت الدراسة الي أن دوافع التزود توضح التقلبات في الميل إلى دفع التوزيعات.

كما تم في الدراسة التالية لكلا من بيكر وورجلر (Baker & Wurgler, 2004b) تقديم تفسيرات التزود catering explanations للانخفاضات غير المتوقعة في نسبة الشركات التي تدفع التوزيعات في الولايات المتحدة، حيث أجريت الدراسة حول أسباب انخفاض حصة الشركات التي تدفع التوزيعات في مجتمع الشركات العامة، في عينة من الشركات المدرجة في الولايات المتحدة. أجريت الدراسة بين عامي ١٩٦٣ و ٢٠٠٠، وأكدت النتائج وجود ارتباط إحصائي كبير بين حصة الشركات التي تدفع التوزيعات ومكافأة التوزيعات. وقد وسّعت دراسة (Li & Lie, 2006) دراسة بيكر وورجلر لإظهار أن تأثير التزود ليس فقط لبدء دفع التوزيعات، ولكن أيضاً لزيادة وانخفاض مستوى مدفوعات التوزيعات. حيث أوضحت دراسة (Li & Lie, 2006) أن أسواق رأس المال تقدر المديرين لأنهم ينتبهون لطلب المستثمرين على التوزيعات. بناءً على نظرية التزود التي طورها (Li & Lie, 2006)، فإن المكافأة التي يضعها سوق الأوراق المالية على التوزيعات يؤثر على قرار تغيير التوزيعات ومقدار التغيير في التوزيعات.

أكدت دراسة (Ferris et al., 2006)، التي أجريت على الشركات المدرجة في المملكة المتحدة، لاختبار افتراضات نظرية التزود المقترحة في منهجية بيكر وورجلر، أن الميل إلى التغيير في مدفوعات التوزيعات ناتج عن تغيير في تقييم الشركات التي تدفع أرباحاً مقارنة بالشركات التي لا تدفع التوزيعات. كما أجريت دراسة (Denis and Osoboy, 2008) على ستة بلدان (أكبر الأسواق المالية في أوروبا - بما في ذلك فرنسا والمملكة المتحدة، حيث أوضحت الدراسة الي أن بعض النتائج التي توصلت إليها تبدو غير متسقة مع نظرية التزود التي اقترحها بيكر وورجلر. وعلى وجه الخصوص أن التخفيضات غير المتوقعة في نسبة دافعي

التوزيعات تحدث في البلدان حيث تكون مكافأة التوزيعات إيجابية إلى حد كبير. كما توصلت دراسة (Ferris et al., 2009)، الي أن هذه التخفيضات مدفوعة بمعدلات أقل للشركات التي تبادر بدفع التوزيعات من قبل الشركات المسجلة حديثاً. وذلك باستخدام عينة كبيرة الحجم حول نظرية التزود، حيث أظهرت نتائج الدراسة ان هناك تبايناً عالمياً كبيراً في ميل الي دفع التوزيعات في عينة من الشركات التي تمثل ٢٣ دولة مختلفة.

ومن ناحية أخرى، لم تظهر دراسة (Eije & Megginson, 2008) التي أجريت على الشركات المدرجة التي شملها المسح من ١٥ دولة أوروبية في الفترة ١٩٨٩-٢٠٠٣، أي ارتباطات ذات دلالة إحصائية لوجود نظرية التزود في سياسة التوزيعات. اما دراسة (Kuo et al., 2013)، التي أجريت على عينة كبيرة من الشركات تمثل ١٨ دولة مقسمة إلى تسعة أسواق مالية رئيسية بما في ذلك كندا، والولايات المتحدة، وهونج كونج، وسنغافورة، وأستراليا، وفرنسا، وألمانيا، والمملكة المتحدة، وأسواق أوروبية أخرى خلال فترة العينة من ١٩٨٩ إلى ٢٠١١، حيث تم دراسة العوامل المحددة لسياسة التوزيعات، فقد توصلت الدراسة الي وجود علاقة بين دوافع التزود وسياسات التوزيعات بين الشركات في البلدان التي تطبق القانون العام وليس في البلدان التي تطبق القانون المدني.

كما تناولت دراسة (Momany et al., 2024) العلاقة بين سياسة التوزيعات ودوافع التزود، حيث تم دراسة العوامل الرئيسية المؤثرة على سياسة التوزيعات للشركات البريطانية المدرجة في بورصة فاينانشال تايمز 100 (FTSE)، وقد تم التعبير عن سياسة التوزيعات بنسبة توزيع الأرباح، وأجريت الدراسة على مدى ٣٢ عاماً، من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠٢٢، ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن توزيعات التزود تؤثر بشكل كبير على سياسة التوزيعات للشركات البريطانية.

وتوجد العديد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين نظرية التزود وسياسات التوزيعات في الأسواق الناشئة الأسواق، فقد تناولت دراسة (Wang et al., 2016) العلاقة بين نظرية التزود وسياسة التوزيعات، حيث ركزت الدراسة على سياسة

التوزيعات للشركات المدرجة في بورصة تايوان، حيث اشتملت عينة الدراسة جميع الشركات غير المالية المدرجة في بورصة تايوان للأوراق المالية من عام ١٩٩٢ إلى عام ٢٠١١. وتم استبعاد الشركات المالية بسبب طبيعتها الخاضعة للتنظيم الشديد، وتتفق نتائج الدراسة مع نظرية التزود في أن المديرين يختارون سياسة دفع التوزيعات لتلبية طلب المستثمرين. توزع الشركات التي تدفع التوزيعات المزيد من التوزيعات أكثر من الشركات التي لا تدفع التوزيعات عندما تكون مكافأة التوزيعات بين الدافعين وغير الدافعين إيجابية. وعلاوة على ذلك من بين دافعي الأرباح، توزع الشركات توزيعات أسهم stock dividends أكثر من أنواع أخرى من التوزيعات عندما تكون مكافأة التوزيعات لتوزيعات الأسهم إيجابية. وعلى النقيض من ذلك تتحول الشركات من توزيعات الأسهم إلى توزيعات مختلطة (مزيح من التوزيعات النقدية وتوزيعات الأسهم) أو إلى توزيعات نقدية عندما تكون مكافأة التوزيعات لتوزيعات الأسهم سلبية.

كما ايدت نظرية التزود دراسة (Dewasiri et al., 2019) التي أجريت لتحديد العوامل التي تحدد سياسة التوزيعات في الأسواق الناشئة والنامية، وقد أجريت الدراسة على ١٩١ شركة سريلانكية عبر الفترة من عام ٢٠١٠ إلى عام ٢٠١٦. وقد أجريت دراسة (Dixit et al., 2020) بهدف دراسة سلوك دفع التوزيعات للشركات الهندية، وذلك باستخدام عينة من الشركات الهندية من عام ١٩٩٢ إلى عام ٢٠١٧، حيث اختبرت الدراسة ما إذا كانت نظريات سياسة لتوزيعات ومنها نظرية التزود تفسر سياسة التوزيعات للشركات الهندية، وقد توصلت النتائج الي عدم وجود دليل يدعم نظرية التزود في تفسير سياسة التوزيعات في السوق الهندية.

كما ركزت دراسة (Bilel & Moudher, 2020) على تأثير دوافع التزود على سياسة التوزيعات، بالتطبيق على ٦٠٠ شركة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في الصناعة المالية المدرجة في بورصات مختلفة في تونس والمغرب ومصر والإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية والكويت خلال الفترة (٢٠٠٤-٢٠١٠)، تستخدم الدراسة منهجية دراسة الحدث في فحص تأثير طلب المستثمرين

على التوزيعات على قرار المديرين بتوزيع وتغيير التوزيعات. تشير نتائج البحث إلى أن الشركات تدفع التوزيعات عندما يكون الطلب قوياً، أي عندما يقدر المستثمرون الشركات التي تدفع في بيئة سوق "هابطة". علاوة على ذلك يستمر تأثير التزود حتى بعد التحكم في تأثير بعض المتغيرات مثل الضرائب والمخاطر. تؤكد النتائج أن قرار تغيير التوزيعات يعتمد على طلب المستثمرين والعلاوة السوقية الناتجة عن دفع التوزيعات. ورغم أن النتيجة ليست قوية فإنها يمكن أن تكون بمثابة دليل يدعم نظرية التزود للتوزيعات، ليس فقط في الأسواق المتقدمة، ولكن أيضاً في الأسواق الناشئة مثل بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.

كما تناولت أيضاً دراسة (Rochmah & Ardianto, 2020) العلاقة بين نظرية التزود وسياسة التوزيعات، حيث هدفت الدراسة إلى تحليل تأثير توزيعات التزود والتي تم التعبير عنها بمكافأة التوزيعات والتدفق النقدي الحر على سياسة التوزيعات، وقد اشتمل مجتمع الدراسة على شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا (IDX) للفترة (٢٠١٥-٢٠١٨)، وقد توصلت الدراسة إلى أن توزيعات التزود أظهرت تأثيراً إيجابياً على سياسة التوزيعات والتدفق النقدي الحر والذي كان له أيضاً تأثير إيجابي على سياسة التوزيعات. كما اشارت نتائج الدراسة إلى أنه كلما زادت مكافأة التوزيعات والتدفق النقدي الحر للشركة، كانت سياسة التوزيعات الخاصة بالشركة أفضل.

كما أجريت دراسة (Takmaz et al., 2021) بهدف تحليل ميل الشركة إلى دفع التوزيعات والتحقق فيما إذا كانت نظرية التزود صالحة في الأسواق الناشئة، حيث أجريت الدراسة على عينة تتكون من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية التركية، ببورصة إسطنبول، خلال الفترة ١٩٩٩-٢٠١٥، وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود نظرية التزود في السوق التركي، حيث أوضحت الدراسة انه عندما توجد مكافأة التوزيعات إيجابية، أي عندما يطلب المستثمرون التوزيعات، تقوم الشركات بتزويدهم ودفع التوزيعات، على العكس من ذلك عندما لا يكون هناك طلب تفضل الشركات عدم الدفع، يوفر تأثير دوافع التزود على سياسة التوزيعات معلومات

مفيدة للمديرين لأن نظرية التزود تدعي أن طلب المستثمرين على التوزيعات له تأثير على تقييم الشركات.

ولقد أجريت العديد من الدراسات على السوق الاندونيسي التي تناولت العلاقة بين دوافع التزود وسياسة التوزيعات، حيث أجريت دراسة (Riyanti & Yulianto, 2018)، التي هدفت إلى دراسة إمكانية قيام الشركات بدفع التوزيعات إذا كان هناك طلب من المستثمرين على التوزيعات، وقد تم استخدام ٥٢٧ شركة، وخلال الفترة (٢٠٠٧-٢٠١٦)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين مطالب المستثمرين من التوزيعات (دوافع التزود) والتي تم قياسها من خلال مكافأة التوزيعات وقرارات دفع التوزيعات. وهذا يعني أن الشركات لديها احتمال أكبر لدفع التوزيعات إذا كانت هناك مطالب من المستثمرين. كما أجريت دراسة (Jani & Gandakusuma, 2022)، على الشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٩، حيث هدفت الدراسة إلى تحليل أثر مكافأة التوزيعات والتدفق النقدي الحر على سياسة التوزيعات، ولقد أظهرت نتائج الدراسة إلى أن مكافأة التوزيعات لها تأثير إيجابي كبير على سياسة التوزيعات.

٦. فروض الدراسة:

الفرض الأول:

يوجد تأثير لدوافع التزود على سياسة التوزيعات.

الفرض الثاني:

يوجد تأثير لدوافع التزود على تغير التوزيعات.

٧. مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع شركات تداول السعودية، بالفترة (٢٠١٤ - ٢٠٢٣)، لذلك استخدمت الدراسة المؤشر الرئيسي (TASI) حيث انه يشمل جميع الأسهم في السوق الرئيسية، وفيما يتعلق بمصدر بيانات فيتمثل في تداول السعودية <https://www.saudiexchange.sa>.

٨. متغيرات الدراسة وأسايب قياسها:

١/٨. متغيرات الدراسة:

<p>ويشير إلى نسبة توزيع الأرباح (DPR) للشركة في السنة t، والذي تم استخدامه في العديد من الدراسات (Karang et al., 2020; Rochmah & Ardianto, 2020; Jani & Gandakusuma, 2022; Januarsi & Sanusi, 2024) ولتعبير عن سياسة التوزيعات، وتم قياس المتغير (DPR) وفقا لدراسة (Wahjudi, 2020; Yu et al., 2021)، وذلك كما يلي:</p> $DPR = \frac{\text{Dividends per share}}{\text{earnings per share}} \quad (1)$ <p>وقد توصلت العديد من الدراسات (Baker & Wurgler, 2004^b; Li & Lie, 2006; Tangjitprom, 2013; Riyanti & Yulianto, 2018; Jani & Gandakusuma, 2022) إلى وجود تأثير إيجابي لمكافأة التوزيعات على سياسة التوزيعات.</p>	<p>DPR_{it}</p>																																												
<p>ويشير متغير DC التي تغير التوزيعات للشركة في السنة t، وتم قياسه بواسطة حساب الفرق بين التوزيعات السنوية في السنة الحالية والسنة السابقة. وتم تصنيف تغير التوزيعات إلى (زيادة) أو (تقص) (Baker & Wurgler, 2004^a; Ferris et al., 2006; Denis & Osobov, 2008; Tangjitprom, 2013; Bilel & Moudher, 2020)</p>	<p>DC_{it}</p>																																												
<p>وهو متغير مكافأة التوزيعات DP للشركة في السنة t، ويعبر عن دوافع التزود والتي تعتبر مقياس لطلب المستثمرين على التوزيعات (Baker & Wurgler, 2004^b)، حيث يعتبر مكافأة التوزيعات هو المتغير الأكثر استخداما من قبل الباحثين في تناول نظرية التزود (Baker & Wurgler, 2004^b; Kuo et al., 2013; Rashid et al., 2013; Abdulkadir et al., 2014; Bilel & Moudher, 2020; Momany et al., 2024). وقد تم قياس متغير مكافأة التوزيعات بقياس بحساب الفرق اللوغاريتمي بين معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لشركات دافعت التوزيعات وشركات لم تدفع التوزيعات.</p> $DP = \log \left(\frac{M}{B} \left(\text{ratios of dividend payers} \right) - \frac{M}{B} \left(\text{ratios of non-dividend payers} \right) \right) \quad (2)$	<p>DP_{it}</p>																																												
<p>وتظهر مكافأة التوزيعات في تداول السعودية بالفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠٢٣ كما يلي:</p> <p>جدول رقم (١)</p> <p>مكافأة التوزيعات في تداول السعودية بالفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠٢٣</p> <table border="1" data-bbox="164 979 976 1270"> <thead> <tr> <th>السنة</th> <th>شركات دفعت التوزيعات</th> <th>معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية الشركات لم تدفع التوزيعات</th> <th>مكافأة التوزيعات</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>٢٠١٤</td> <td>١,٧٤</td> <td>١,٦٦</td> <td>٠,٨٢٣</td> </tr> <tr> <td>٢٠١٥</td> <td>١,٧٠</td> <td>١,٦٣</td> <td>٠,٨١٠</td> </tr> <tr> <td>٢٠١٦</td> <td>١,٨٩</td> <td>١,٦٠</td> <td>٠,٧٥٣</td> </tr> <tr> <td>٢٠١٧</td> <td>١,٨١</td> <td>١,٥٤</td> <td>٠,٧٤٢</td> </tr> <tr> <td>٢٠١٨</td> <td>١,٦١</td> <td>١,٥٠</td> <td>٠,٦٤٢</td> </tr> <tr> <td>٢٠١٩</td> <td>١,٣٢</td> <td>١,٤٥</td> <td>٠,٥٧١</td> </tr> <tr> <td>٢٠٢٠</td> <td>١,٣٠</td> <td>١,٤١</td> <td>٠,٤٧٨</td> </tr> <tr> <td>٢٠٢١</td> <td>١,٢٩</td> <td>١,٣٦</td> <td>٠,٤٢٦</td> </tr> <tr> <td>٢٠٢٢</td> <td>١,٢٥</td> <td>١,٢٨</td> <td>٠,٣٩٢</td> </tr> <tr> <td>٢٠٢٣</td> <td>١,١٥</td> <td>١,٢٥</td> <td>٠,٣٤١</td> </tr> </tbody> </table>	السنة	شركات دفعت التوزيعات	معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية الشركات لم تدفع التوزيعات	مكافأة التوزيعات	٢٠١٤	١,٧٤	١,٦٦	٠,٨٢٣	٢٠١٥	١,٧٠	١,٦٣	٠,٨١٠	٢٠١٦	١,٨٩	١,٦٠	٠,٧٥٣	٢٠١٧	١,٨١	١,٥٤	٠,٧٤٢	٢٠١٨	١,٦١	١,٥٠	٠,٦٤٢	٢٠١٩	١,٣٢	١,٤٥	٠,٥٧١	٢٠٢٠	١,٣٠	١,٤١	٠,٤٧٨	٢٠٢١	١,٢٩	١,٣٦	٠,٤٢٦	٢٠٢٢	١,٢٥	١,٢٨	٠,٣٩٢	٢٠٢٣	١,١٥	١,٢٥	٠,٣٤١	<p>DP_{it}</p>
السنة	شركات دفعت التوزيعات	معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية الشركات لم تدفع التوزيعات	مكافأة التوزيعات																																										
٢٠١٤	١,٧٤	١,٦٦	٠,٨٢٣																																										
٢٠١٥	١,٧٠	١,٦٣	٠,٨١٠																																										
٢٠١٦	١,٨٩	١,٦٠	٠,٧٥٣																																										
٢٠١٧	١,٨١	١,٥٤	٠,٧٤٢																																										
٢٠١٨	١,٦١	١,٥٠	٠,٦٤٢																																										
٢٠١٩	١,٣٢	١,٤٥	٠,٥٧١																																										
٢٠٢٠	١,٣٠	١,٤١	٠,٤٧٨																																										
٢٠٢١	١,٢٩	١,٣٦	٠,٤٢٦																																										
٢٠٢٢	١,٢٥	١,٢٨	٠,٣٩٢																																										
٢٠٢٣	١,١٥	١,٢٥	٠,٣٤١																																										
<p>هو العائد على الأصول للشركة في السنة t، حيث تم استخدام المتغير ROA للتعبير عن الربحية، وقد استخدم المتغير ROA كمتغير رقابي في دراسة العلاقة بين دوافع التزود وسياسة التوزيعات في العديد من الدراسات (Ramadan, 2015; Anouar & Aubert, 2016; Wang et al., 2016; Bilel & Moudher, 2020; Momany et al., 2024)</p> <p>حيث توصلت العديد من الدراسات إلى وجود تأثير كبير لربحية الشركة على قرار توزيع الأرباح (Vo & Nguyen, 2014; Hadian, 2019; Karang et al., 2020; Januarsi & Sanusi, 2024). حيث يمكن للشركات ذات الربحية الأعلى جذب المستثمرين من الشركات ذات الربحية المنخفضة إلى جانب ذلك توصل فاما ورفريتش (٢٠٠١) إلى أن اختفاء التوزيعات يرجع إلى انخفاض وتغير أرباحها، علاوة على ذلك أكدت العديد من الدراسات أن الشركة ذات الاستقرار في مستوى ربحيتها وأرباحها المستقبلية يمكنها زيادة أو توزيع مستوى ثابت من الأرباح (Naceur & Goaid, 2002; Murekefu & Ouma, 2012; Raffique, 2012; Trang, 2012; Malik et al., 2013;; Alzomaia & Al-Khadhiri, 2013)</p> <p>وتم قياس المتغير بواسطة حساب حاصل قسمة صافي الدخل على إجمالي الأصول وذلك وفقا لما يلي:</p> $ROA = (\text{Net Income/Total Assets}) \quad (3)$	<p>ROA_{it}</p>																																												

<p>وهي الرافعة المالية للشركة في السنة t، وقد استخدم المتغير Lev للتعبير عن مستوى الدين، وقد استخدم المتغير Lev كمتغير رقابي في دراسة العلاقة بين دوافع التزود وسياسة التوزيعات في العديد من الدراسات (Bilel & Moudher, 2020; Rochmah & Ardianto, 2020; Yu et al., 2021; Jani & Gandakusuma, 2022; Momany et al., 2024)، حيث تشير نسبة الرفع المالي المرتفعة إلى أن الالتزام الذي يتعين على الشركة الوفاء به أكبر، وتشير نسبة الرفع المالي المنخفضة إلى أن الشركة قادرة على تلبية احتياجات التمويل للشركة برأس مالها الخاص. كما أن الالتزامات المرتفعة التي يتعين سدادها مستقل من الأرباح التي تحققها الشركة، وهو ما سيؤثر بالطبع على التوزيعات. فكلما زاد الدين انخفض معدل التوزيعات لذلك فإن الديون لها تأثير سلبي على سياسة التوزيعات، حيث أن المستوى المرتفع للديون التي تمتلكها الشركة من شأنه أن يقلل من التوزيعات (Wahjudi, 2020).</p> <p>وتم قياس المتغير بقسمة إجمالي الدين على إجمالي الأصول وذلك وفقاً لما يلي:</p> $Lev = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total asset}} \quad (4)$	<p>Lev_{it}</p>
<p>وهو حجم الشركة في السنة t، وقد استخدم المتغير $Size$ كمتغير رقابي في دراسة العلاقة بين دوافع التزود وسياسة التوزيعات في العديد من الدراسات (Bilel & Moudher, 2020; Rochmah & Ardianto, 2020; Yu et al., 2021; Jani & Gandakusuma, 2022; Momany et al., 2024)، حيث أكدت العديد من الدراسات وجود تأثير كبير للحجم على دفع الشركة للتوزيعات، كما أن الشركات الأكبر حجماً تتفق نسبة أكبر من صافي أرباحها كإرباح نقدية مقارنة بالشركات الأصغر حجماً (Fama & French, 2001; Sawichi, 2009; Al-Kuwari, 2009; Al-Ajmi & Hussain, 2011)، وكذلك يجب أن ينجذب المستثمرون أكثر إلى الشركات الأكبر حجماً والتي تميل إلى النضج ومن المرجح أن تدفع المزيد من التوزيعات (Malik et al., 2013; Bradford et al., 2013; Rafique, 2012).</p> <p>وتم قياس متغير حجم الشركة بحساب لوغاريتم إجمالي الأصول.</p>	<p>$Size_{it}$</p>
<p>وهو معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة في السنة t، وقد استخدم المتغير للتعبير عن نمو الشركة، وقد استخدم المتغير MB كمتغير رقابي في دراسة العلاقة بين دوافع التزود وسياسة التوزيعات في العديد من الدراسات (Yu et al., 2021; Jani & Gandakusuma, 2022)، حيث أنه كلما كان لدى الشركة نمو قوي في أصولها زاد دفع التوزيعات من قبل الشركات (Naceur & Goaid, 2002; Kowalewski et al., 2008; Myers & Majluf, 1984)، كما أن الشركات التي تتمتع بفرص استثمارية كبيرة لا توزع أرباحاً بل تمول مشروعاتها الجدي (Trang, 2012). وعلى النقيض من ذلك أشارت دراسة (Jabbouri, 2016) إلى أن فرص الاستثمار يمكن أن تؤثر على دفع التوزيعات. ويوضح معاملنا نمو إجمالي أصول الشركات.</p> <p>وتم قياس المتغير MB بواسطة حساب معدل القيمة السوقية / القيمة الدفترية.</p>	<p>MB_{it}</p>

٢/٨: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات

يمكن عرض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة كما يلي:

جدول رقم (٢)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

Variables	Mean	Median	Max	Min	S.D.	Skew
DPR _{it}	٠.٣٥٨	٠.٠٣٢	٠.٦٢٣	٠.٠٠٠	٠.٢٧١	٠.٤١٧
DC _{it}	٠.٤٦١	٠.٠٧٢	٠.٧٢١	٠.٠٠٢	٠.٢٤٢	٠.٥٣٦
DP _{it}	٠.٠٣١	٠.٠٢٥	٧.٢٢٤	-٢.١٨١	٢.١٤٢	٠.٣٨٧
ROA _{it}	٠.٠٦٢	٠.٥٢٠	٠.٢٢٨	٠.٠٠٢	٠.٠٤٩	٠.٢٢١
Lev _{it}	٠.٣٩٢	٠.٧٠٣	٠.٨٣٣	٠.٠٩٦	٠.١٣٤	١.٣٢٧
Size _{it}	١٢.٦٢٥	١٢.٣٥٥	١٦.١٢٤	٨.٧٥٨	١.٥١٦	-٠.٥٥٤
MB _{it}	١.٦٣١	٠.٧٤٨	٤.٦٥٢	٠.٤٢٤	١.٣٧٦	١.٣٨٩

يوضح الجدول رقم (٢) ان المتغير مكافأة التوزيعات يتراوح ما بين -١.١٨١ و ٧.٢٢٤، وقيمة الوسط الحسابي ٠.٠٣١، ويتراوح متغير التخير في التوزيعات ما بين -٠.٠٠٢ و ٠.٧٢١، وقيمة الوسط الحسابي ٠.٤٦١، ويتراوح متغير نسبة توزيع الأرباح ما بين ٠.٠٠٠ و ٠.٦٢٣، وقيمة الوسط الحسابي ٠.٣٥٨، ويتراوح متغير

ROA ما بين ٠.٠٠٢ و ٠.٢٢٨، وبلغ الوسط الحسابي ٠.٠٦٢، ويتراوح متغير Lev ما بين ٠.٠٩٦ و ٠.٨٣٣، وبلغت قيمة الوسط الحسابي ٠.٣٩٢، ويتراوح متغير Size ما بين ٨.٧٥٨ و ١٦.١٢٤، والوسط الحسابي ١٢.٦٢٥، ويتراوح متغير MB ما بين ٠.٤٢٤ و ٤.٦٥٢، وقيمة الوسط الحسابي ١.٦٣١.

٣/٨. اختبار صحة البيانات:

١/٣/٨ :Normality

تم إجراء اختبار كولموجوروف - سميروف، وأوضحت النتائج ان (P- Value < ٠,٠٥)، بالنسبة لمتغيرات الدراسة مما يعني انها تتبع التوزيع الطبيعي.

٢/٣/٨ :Heteroskedasticity

تم إجراء اختبار white، وأوضحت نتائج الاختبار ان القيمة الاحتمالية للاختبار (١١,٦٧) < (٠,٠٥)، مما يعني ثبات تباين (E).

٣/٣/٨ :Autocorrelation

تم إجراء اختبار Durbin- Watson، حيث تم استخدام برنامج SPSS لفحص نماذج الدراسة، واتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

٤/٣/٨ :Multicollinearity

وقد تم استخدام يلي:

أولاً: معامل تضخم التباين (VIF):

وأوضحت النتائج ان (قيم VIF > ١٠).

ثانياً: حدود التسامح (Tolerance):

وأوضحت النتائج ان (قيم Tolerance < ٠,٢٠).

مما يعني استقلالية متغيرات الدراسة.

كما تم فحص درجة الارتباط بين المتغيرات، وذلك باستخدام مصفوفة الارتباط وأوضحت النتائج ما يلي:

جدول (٣)
مصفوفة الارتباط للمتغيرات

المتغيرات	DP _{it}	DC _{it}	DP _{it}	ROA _{it}	Lev _{it}	Size _{it}	MB _{it}
DPR _{it}	١,٠٠						
DC _{it}	٠,٢٠ ***	١,٠٠					
DP _{it}	٠,٢٥ ***	٠,٢٧ ***	١,٠٠				
ROA _{it}	٠,٢٦ ***	٠,١٤ ***	٠,٢١ ***	١,٠٠			
Lev _{it}	٠,١٧- ***	٠,١٤ **	٠,١٥- ***	٠,١٩- ***	١,٠٠		
Size _{it}	٠,١٢- ***	٠,٢٦ ***	٠,٢٢- ***	٠,١٨ ***	٠,١٣- ***	١,٠٠	
MB _{it}	٠,١٨ ***	٠,١١ ***	٠,١٨ ***	٠,٢٥ ***	٠,٢١- ***	٠,١٤- **	١,٠٠

تمثل قيم المصفوفة معاملات ارتباط سبيرمان، حيث تمثل (***، **) معنوية المتغيرات لمستويات المعنوية على الترتيب ١٪، ٥٪.

يبين الجدول رقم (٢) عدم وجود Multicollinearity، نظراً لانخفاض قيم معاملات الارتباط، ويبين الجدول ان متغير مكافأة التوزيعات يرتبط مع متغير الرافعة المالية ارتباطاً سالباً، وكذلك يرتبط متغير نسبة توزيع الأرباح مع متغير الرافعة المالية ارتباطاً سالباً، كما يرتبط متغير نسبة توزيع الأرباح مع متغير الحجم ارتباطاً سالباً.

٩. تأثير دوافع التزود على سياسة التوزيعات:

تتضح العلاقة بين دوافع التزود على سياسة التوزيعات بنموذج الانحدار التالي:

$$DPR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 DP_{it} + \gamma_2 ROA_{it} + \gamma_3 Lev_{it} + \gamma_4 Size_{it} + \gamma_5 MB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

١/٩. نتائج اختبار النموذج

يبين الجدول التالي معامل التحديد للنموذج:

جدول (٤)

معامل التحديد للنموذج

خطأ التقدير	قيمة R المعدلة	قيمة R تربيع	قيمة R
٠,٠٤٥	٠,٩١٢	٠,٩١٨	٠,٩٥٨

يتبين من الجدول السابق ان المتغيرات المستقلة DP_{it} ، ROA_{it} ، Lev_{it} ، $Size_{it}$ ، MB_{it} ، قادرة على تفسير ٩١,٨% من التغيرات في المتغير نسبة توزيع الأرباح.

جدول (٥)

اختبار معنوية معاملات الانحدار

P. Value	قيمة إحصائي الاختبار (T)	قيم Beta	
٠,٠٠٢	٢,٦٦٢		(constant)
٠,٠٠١	٢,٣٣٠	٠,١١٢	DP_{it}
٠,٠٠٣	١,٢١١	٠,٠٥٧	ROA_{it}
٠,٠٠١	١,٥١٢-	٠,٠٤٤-	Lev_{it}
٠,٠٠٤	٢,٢٢١	٠,١٣٤	$Size_{it}$
٠,٠٠٢	١,٣٢٦-	٠,٠٣٧-	MB_{it}

يتبين بالجدول رقم (٥) معنوية تأثير دوافع التزود والتي تم التعبير عنها بمتغير مكافأة التوزيعات على سياسة توزيع الأرباح والتي تم التعبير عنها بمتغير نسبة توزيع الأرباح حيث ان $(P. Value) = (٠,٠٠١)$ ، وذلك لمستوي المعنوية ٥%.

وبذلك يتضح بالجدول رقم (٥) وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين دوافع التزود والتي تم التعبير عنها بمتغير مكافأة التوزيعات على سياسة التوزيعات والتي تم التعبير عنها بمتغير نسبة توزيع الأرباح في المملكة العربية السعودية، مما يشير إلى أن المدير يفضل دفع المزيد من التوزيعات عندما يطلب المستثمر التوزيعات. علاوة

على ذلك عندما تكون مكافأة التوزيعات مرتفعة، فإن احتمال قيام المديرين ببدء أو مواصلة دفع التوزيعات مرتفع. وبذلك تتسق تلك النتائج مع دراسة (Tangjitprom, 2013)، والتي أثبتت أن مكافأة التوزيعات تلعب دورًا مهمًا في قرار المديرين بدفع التوزيعات وذلك على مستوى تايلاند، وكذلك دراسة (Bilel & Moudher, 2020)، حيث توصلت الدراسة الي وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين دوافع التزود المدعوم ببعض خصائص الشركة ودفع التوزيعات من قبل المديرين في ستة بلدان من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

٢/٩. اختبار معنوية الانحدار

يبين الجدول التالي نتائج فحص معنوية الانحدار، وذلك من خلال تحليل ANOVA كما يلي:

جدول (٦)

نتائج تحليل ANOVA

قيمة F	قيمة Sig
٨٢,٢٢٣	٠,٠٠٠

يظهر الجدول السابق ان:

- قيمة معنوية الانحدار = (٠,٠٠٠)، عند مستوي المعنوية ٥%.

١٠. اختبار أثر دوافع التزود على تغير التوزيعات

يمكن اختبار تأثير دوافع التزود على تغير التوزيعات باستخدام نموذج الانحدار التالي:

$$DC_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 DP_{it} + \gamma_2 ROA_{it} + \gamma_3 Lev_{it} + \gamma_4 Size_{it} + \gamma_5 MB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

١/١٠. نتائج اختبار النموذج

يمكن عرض معامل التحديد للنموذج كما يلي:

جدول (٧)

معامل التحديد للنموذج في حالة ارتفاع التوزيعات وفي حالة انخفاض التوزيعات

Panel A: Dividend increasing			
خطأ التقدير	قيمة R المعدلة	R ²	R
٠,٠٤٣	٠,٨٥٢	٠,٨٩٦	٠,٩٤٦
Panel B: Dividend decreasing			
خطأ التقدير	قيمة R المعدلة	R ²	R
٠,٠٤٤	٠,٨٦٣	٠,٩٢٥	٠,٩٦٢

يتبين من الجدول رقم (٧): أولاً في حالة ارتفاع التوزيعات ان المتغيرات المستقلة DP_{it} ، ROA_{it} ، Lev_{it} ، $Size_{it}$ ، MB_{it} ، قادرة على تفسير ٨٩,٦ % من التغيرات في المتغير تغير التوزيعات. ثانياً في حالة انخفاض التوزيعات ان المتغيرات المستقلة DP_{it} ، ROA_{it} ، Lev_{it} ، $Size_{it}$ ، MB_{it} ، قادرة على تفسير ٩٢,٥ % من التغيرات في المتغير تغير التوزيعات.

جدول (٨)

اختبار معنوية معاملات الانحدار

انخفاض التوزيعات			ارتفاع التوزيعات		
P. Value	قيمة إحصائي الاختبار (T)	قيم Beta	P. Value	قيمة إحصائي الاختبار (T)	قيم Beta
٠,٠٠٤	٢,١١٣		٠,٠٠٣	٢,٤١٢	(constant)
٠,٠٠٣	٢,٥٢٠-	٠,١٣٢-	٠,٠٠١	٢,١٢١	٠,١٥٨ DP_{it}
٠,٠٠٢	٢,٥٤٧	٠,٠٥٠	٠,٠٠٢	٢,١٧٧	٠,٠٤٣ ROA_{it}
٠,٠٠١	١,١٣٧-	٠,٠٣٥-	٠,٠٠١	١,٣٢٨-	٠,٠٥١- Lev_{it}
٠,٠٠٢	٢,٤٨٨	٠,١٥٦	٠,٠٠٣	٢,٣٧٨	٠,١٧٥ $Size_{it}$
٠,٠٠١	٢,٢٢٩-	٠,٠٤٢-	٠,٠٠٤	١,٤١٥-	٠,٠٤٦- MB_{it}

يتبين من الجدول رقم (٨) معنوية التأثير لدوافع التزود والتي تم التعبير عنها بمتغير مكافأة التوزيعات على متغير تغير التوزيعات وذلك في حالة ارتفاع التوزيعات حيث ان (P. Value) = (٠,٠٠٣)، وذلك لمستوي المعنوية ٥%. وكذلك أيضاً في حالة انخفاض التوزيعات حيث ان (P. Value) = (٠,٠٠٤).

• نستنتج أن نظرية التزود تلعب دوراً مهماً في التأثير على قرار المديرين بتغيير التوزيعات، حيث أظهرت النتائج ان هناك علاقة ذات دلالة معنوية ايجابية بين

مكافأة التوزيعات والزيادة في التوزيعات، وعلاقة ذات دلالة معنوية سالبة بين مكافأة التوزيعات والنقص في التوزيعات، ولذلك عندما يظهر المستثمرون مطالب عالية للتوزيعات، يجب ان يشجع هذا المديرين على اجراء التوزيعات. وتتفق تلك النتائج مع دراسة (Li & Lie, 2006)، والتي استندت الي دراسة (Baker & Wurgler, 2004) من حيث أن دوافع التزود لا تظهر فقط لبدء اجراء التوزيعات، ولكن أيضًا لزيادة وخفض مستوى التوزيعات. كما اكدت الدراسة على أن أسواق رأس المال تكافئ المديرين على الاهتمام بطلب المستثمرين على التوزيعات. وكذلك دراسة (Tangjitprom, 2013)، والتي اكدت على أن المديرين يمكنهم أن يقرروا دفع التوزيعات أو البدء في دفعها عندما تكون مكافأة التوزيعات مرتفعة. حيث توصلت الدراسة الي تفضيل المستثمرون في تايلاند توزيعات الأرباح ويدفعون سعرًا أعلى نسبيًا لأسهم الشركات التي تدفع أرباحًا، اوضحت الدراسة أن عددًا أكبر من الشركات ستدفع أرباحًا إذا كانت هناك حوافز تزود من مكافأة التوزيعات الإيجابية. ومن ناحية أخرى، قد يخفضون الأرباح أو يحذفونها عندما تكون مكافأة التوزيعات منخفضة أو حتى سلبية، حيث تلعب مكافأة التوزيعات دورًا مهمًا في تثبيط المديرين عن خفض التوزيعات، خاصة أنهم بعيدون عن حذف التوزيعات عندما تكون مكافأة التوزيعات مرتفعة، وكذلك تتسق النتائج مع نتائج دراسة (Bilel & Moudher, 2020) حيث توصلت الدراسة الي وجود علاقة بين نظرية التزود وتغير التوزيعات. حيث أوضحت الدراسة أن نظرية التزود تلعب دورًا مهمًا في التأثير على قرار المديرين بتغيير التوزيعات، وذلك في عدد من بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ولكن لا يوجد دليل في دولة المغرب.

٢/١٠. اختبار معنوية الانحدار

يبين الجدول التالي نتائج فحص معنوية الانحدار، وذلك من خلال تحليل ANOVA كما يلي:

جدول (٩) نتائج تحليل ANOVA

قيمة F	قيمة Sig	قيمة F	قيمة Sig
٨٤,٢٩٦	٠,٠٠٠	٨٤,٢٩٦	٠,٠٠٠

يظهر الجدول السابق ان:

- أولاً في حالة ارتفاع التوزيعات ان قيمة معنوية الانحدار = (0.000)، وذلك لمستوي المعنوية ٥%.
- ثانياً في حالة انخفاض التوزيعات ان قيمة معنوية الانحدار = (0.000)، وذلك لمستوي المعنوية ٥%.

١١. الخلاصة والدراسات المستقبلية:

١/١١. الخلاصة:

وقد ركزت هذه الدراسة على تأثير دوافع التزود على سياسة التوزيعات في تداول السعودية بالفترة (٢٠١٤ - ٢٠٢٣)، وذلك من خلال التحقق من تأثير دوافع التزود على سياسة التوزيعات. وكذلك التحقق من تأثير دوافع التزود على تغيير التوزيعات، وقد توصلت نتائج الدراسة الي وجود توزيعات التزود كعامل هام لسياسة التوزيعات في السعودية، وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين دوافع التزود والتي تم التعبير عنها بمتغير نسبة توزيع الأرباح في المملكة العربية السعودية، كما توصلت الدراسة الي ان نظرية التزود تلعب دوراً مهماً في التأثير على قرار المديرين بتغيير التوزيعات، حيث أظهرت النتائج ان هناك علاقة ذات دلالة معنوية ايجابية بين مكافأة التوزيعات والزيادة في التوزيعات، وعلاقة ذات دلالة معنوية سالبة بين مكافأة التوزيعات والنقص في التوزيعات.

وتدعم تلك النتائج التي أجريت على السعودية نظرية التزود، حيث ان توزيعات التزود تلبي طلب المستثمرين على التوزيعات المتأثرة بمعنويات السوق

market sentiment. كما يخدم المديرين طلب المستثمرين على التوزيعات عندما يضع المستثمرون أسعار أعلى على أسهم الشركات التي تدفع التوزيعات، ويتأثر هذا الأمر برغبة المستثمرين في دفع الشركات توزيعات أعلى، ويمكن أن يشجع وجود طلب المستثمرين الشركات على تعظيم أسعارها السوقية.

٢/١١. الدراسات المستقبلية:

يمكن عرض توصيات للدراسات المستقبلية كما يلي:

- إجراء دراسات حول أثر دوافع التزود على العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات بالأسواق العربية.
- إجراء دراسات حول نظرية التزود خاصة فيما يتعلق بتأثير التفاعلات بين المساهمين الرئيسيين على تعديل التوزيعات وفقاً لمعنويات المستثمرين بالأسواق العربية.
- إجراء دراسات حول العلاقة بين مكافأة التوزيعات والاختلاف الديموجرافي للعملاء (العملاء الديموجرافيين) demographic clientele، بالأسواق العربية.
- إجراء دراسات حول دوافع التزود والتدفق النقدي الحر وسياسة التوزيعات بالأسواق العربية.
- إجراء دراسات حول دوافع التزود وفرص الاستثمار ومعنويات المستثمرين بالأسواق العربية.
- إجراء دراسات حول ربط سياسة التوزيعات بخصائص صفقات الاندماج والاستحواذ عبر الحدود باستخدام نظرية الوكالة بالأسواق العربية.

قائمة المراجع:-

المراجع الاجنبية:-

1. Abdulkadir, R., Abdullah, N., & Wong, W.- (2014). Implication of catering theory of dividend: Evidence from financial firms listed on the Nigerian Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5, 211-216.

2. Al-Ajmi, J., & Hussain, H. (2011). Corporate dividends decisions: Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Risk Finance*, 12, 41-56.
3. Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the dividend policy in emerging stock exchange: The case of GCC countries. *Global Economy & Finance Journal*, 2, 38-63.
4. Alzomaia, T., & Al-Khadhiri, A. (2013). Determination of dividend policy: The evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Business and Social Science*, 4, 181-191.
5. Anouar, K., & Aubert, N. (2016). Does the catering theory of dividend apply to the French listed firms?. *Bankers Markets & Investors: an academic & professional review*, <https://shs.hal.science/halshs-01401867/document>.
6. Baker, H., Farrelly, G., & Edelman, R. (1985). A survey of management views on dividend policy. *Financial Management*, 14, 78- 84.
7. Baker, H. & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41, 126-144.
8. Baker, M., & Wurgler, J. (2004^a). A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59, 1125-1165.
9. Baker, M., & Wurgler, J. (2004^b). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 73, 271-288.
10. Bhattacharyya, N. (2007). Dividend policy: a review. *Managerial Finance*, 33, 4-13.
11. Barros, V., & Matos., P., Sarmiento, J., & Vieira, P. (2021). Do activist shareholders influence a manager's decisions on a firm's dividend policy: A mixed-method study. *Journal of Business Research*, 122, 387-397.
12. Benartzi, S., Michaely, R. & Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past?. *The Journal of Finance*, 52, 1007-1034.

13. Bilel, H., & Moudher, K. (2020). Catering theory and dividend policy: A study of MENA region. *Corporate Ownership & Control*, 17, 86-99.
14. Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
15. Booth, L., Chang, B., & Zhou, J. (2023). The evolution of corporate payout in Canada. *Global Finance Journal*, 57. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2023.100833>.
16. Bradford, W., Chen, C., & Zhu, S. (2013). Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 27, 445-464.
17. Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
18. DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
19. Denis, D., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89, 62-82.
20. Dewasiri, N. Koralalage, W., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V. (2019). Determinants of dividend policy: Evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45: 413-29.
21. Dixit, B., Gupta, N. & Saurabh, S. (2020). Dividend policy in India: reconciling theory and evidence. *Managerial Finance*, 46, 1437-1453.
22. Eije, H., & Megginson, W. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89, 347-374.
23. Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.

24. Franc-Dbrowska, J., & Mađra-Sawicka, M. (2020). Determinants of dividend payout decisions—the case of publicly quoted food industry enterprises operating in emerging markets. *Economic research-Ekonomska istraživanja* 33, 1108-1129 .
25. Franklin, J. (2010). Leverage, Growth, and Profitability as Determinants of Dividend Payout Ratio-Evidence from Indian Paper Industry. *Asian journal of Business Management Studies*, 1, 26-30.
26. Ferris, S., Sen, N., & Yui, H. (2006). God save the queen and her dividends: Corporate payouts in the UK. *The Journal of Business*, 79, 1149-1173.
27. Ferris, S., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2009). Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence. *Journal of Banking & Finance*, 33, 1730- 1738.
28. Grullon, G., Michaely, R. & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity?. *The Journal of Business*, 75, 387-424.
29. Hadian, N. (2019). The Influence of Profitability and Leverage on Dividend Policy in the Banking Sector. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 6, 118–129.
30. Hoberg, G., & Prabhala, N. (2008). Disappearing dividends, catering, and risk. *The Review of Financial Studies*, 22, 79- 116.
31. Jani, S., & Gandakusuma, I. (2022). The Effect of Dividend Premium and Free Cash Flow on Dividend Policy: Evidence from Indonesia, *Global Business and Management Research: An International Journal*, 14, <http://www.gbmrjournal.com/pdf/v14n3s/V14N3s-48.pdf>.
32. Januarsi, Y., & Sanusi, F. (2024). Profitability and dividend policy: How does free cash flow explain this relationship?. *Jurnal Siasat Bisnis*, 28, 56–70. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol28.iss1.art4>.
33. Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323-329.

34. Karang, I., Hermanto, H., & Suryani, E. (2020). Effect of Profitability and Leverage on Dividend Policy with Investment Opportunity Set as a Moderating Variables in Manufacturing Companies Listed on BEI Period 2014–2018. *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, 7, 191–200.
35. Kowalewski, O., Stetsyuk, I., & Talavera, O. (2008). Does corporate governance determine dividend payouts in Poland?. *Post-Communist Economies*, 20, 203-218.
36. Kuo, J., Philip, D., & Zhang, Q. (2013). What drives the disappearing dividends phenomenon?. *Journal of Banking and Finance*, 37, 3499-3514.
37. Li, W., & Lie, E. (2006). Dividend changes and catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 80, 293-308.
38. Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46, 97-113.
39. Malik, F., Gul, S., Khan, T., Rehman, S., & Khan, M. (2013). Factors influencing corporate dividend payout decisions of financial and non-financial firms. Research. *Journal of Finance and Accounting*, 4, 1-13.
40. Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34, 411-433.
41. Momany, M., Bataineh, K., & Al-Bataineh, O. (2024). Determinants of UK companies' dividend policy. *Investment Management and Financial Innovations*, 21, 386-396.
42. Murekefu, T., & Ouma, O. (2012). The relationship between dividend payout and firm performance: A study of listed companies in Kenya. *European Scientific Journal*, 8, 199-215.

43. Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-224.
44. Naceur, S., & Goaid, M. (2002). The relationship between dividend policy, financial structure, profitability and firm value. *Applied Financial Economics*, 12, 843-849.
45. Nissim, D. & Ziv, A. (2001). Dividend changes and future profitability. *The Journal of Finance*, 56, 2111-2133.
46. Rafique, M. (2012). Factors affecting dividend payout: Evidence from listed non- financial firms of Karachi Stock Exchange. *Business Management Dynamics*, 1, 76-92.
47. Rashid, M., Nor, F., & Ibrahim, I. (2013). Evidence of dividend catering theory in Malaysia: Implications for investor sentiment. *Contemporary Economics*, 7, 99-110.
48. Ramadan, I. (2015), "The Jordanian Catering Theory of Dividends. *International Journal of Business and Management*, 10, 226-230.
49. Riyanti, D., & Yulianto, A. (2018). Catering theory of dividend in dividend policy: Evidence from Indonesia. *Management Analysis Journal*, 7, 180– 188.
50. Rochmah, H., & Ardianto, A. (2020). Catering dividend: Dividend premium and free cash flow on dividend policy. *Cogent Business & Management*, 7, 1812927, [DOI: 10.1080/23311975.2020.1812927](https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1812927).
51. Sawicki, J. (2009). Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis. *The European Journal of Finance*, 15, 211-230.
52. Takmaz, S., Evrim Mandaci, P. & Durukan, M. (2021). The impact of catering incentives on the dividend policy: evidence from Turkish firms. *Managerial Finance*, 47, 897-914.

53. Tangjitprom, N. (2013). Propensity to pay dividends and catering incentives in Thailand. *Studies in Economics and Finance*, 30, 45-55.
54. Trang, N. (2012). Determinants of dividend policy: The case of Vietnam. *International Journal of Business, Economics and Law*, 1, 49-57.
55. Vo, D., & Nguyen, V. (2014). Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firms. *International Journal of Economics and Finance*, 6, 274–284.
56. Wahjudi, E. (2020). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4–17. <https://doi.org/10.1108/JMD-07-2018-0211>.
57. Wang, M., Ke, M., Lin, F. & Huang, Y. (2016). Dividend Policy and the Catering Theory: Evidence from the Taiwan Stock Exchange. *Managerial Finance*, 42, 999 – 1016.
58. Watts, R. (1973). The information content of dividends. *The Journal of Business*, 46, 191-211.
59. Yu, X., Wang, Y., Chen, Y., & Wan, G. (2021). Dividend payouts and catering to demands: Evidence from a dividend tax reform. *International Review of Financial Analysis*, 77, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101841>.